

# LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS FACE AUX INVESTISSEURS AMÉRICAINS À L'HEURE DE L'EURO

ESTHER JEFFERS\*

La mise en place de la monnaie unique européenne, l'euro, à partir de janvier 1999 modifiera en profondeur l'environnement des principales places financières en Europe. Les pays qui participeront à la monnaie unique constitueront un marché financier important et attractif pour les investisseurs internationaux. Dans ce contexte, la question se pose de savoir s'il peut y avoir plusieurs places financières de premier plan et comment chacune des principales places financières européennes se positionnera face à ce processus.

107

Les enjeux en termes d'investissements et d'emplois sont considérables. Ils obligent l'ensemble des investisseurs, des émetteurs et des intermédiaires à être extrêmement attentifs aux changements en cours. La concurrence entre Londres, Paris et Francfort pour attirer les capitaux étrangers et garder une dimension internationale ne peut que s'intensifier. Chaque place se prépare à sa manière à ce tournant décisif en faisant le point sur ses forces et ses faiblesses. Chacune est déterminée à ne pas perdre du terrain et si possible à tirer profit du processus en cours. La Bourse de Paris a déjà annoncé la cotation des actions et des obligations en euros dès le 4 janvier 1999. Pendant ce temps, le gouvernement britannique annonçait, tout en se déclarant favorable « en principe » à l'euro, sa volonté de reporter à l'an 2002 toute décision concernant sa participation à la monnaie unique. Les places de Francfort et de Paris, conscientes des risques de délocalisation d'activités et en dépit de leur concurrence, se préparaient à s'unir sur certains points, afin d'attirer davantage d'opérations vers le continent au détriment de la City. Pourtant, début juillet 1998, à la surprise générale, ce sont les Bourses de Londres et de Francfort qui ont annoncé la conclusion d'un

---

\* Professeur agrégé d'économie-gestion, chercheur au Centre d'études des dynamiques internationales. Université Paris-Nord.

accord jetant les bases d'un marché paneuropéen des actions par la création d'une plate-forme électronique commune pour les 300 premières valeurs européennes.

Ces transformations ont lieu dans un contexte international marqué par la mondialisation. La déréglementation adoptée d'abord par les États-Unis, puis la Grande Bretagne et les principaux pays développés, a permis un développement spectaculaire des activités financières à l'échelle mondiale. Elle s'est accompagnée d'un gonflement de la sphère financière et de sa relative autonomisation par rapport à la sphère productive. Ce phénomène s'est produit au moment où apparaissaient des difficultés de mise en valeur du capital investi dans la production et où se constituait une masse de capitaux cherchant de nouvelles occasions de placement. Un pourcentage de plus en plus élevé des revenus nés dans la sphère de la production a été capté par la sphère financière. Les fonds de pension et les Mutual funds, à la tête de cette épargne, sont devenus les acteurs les plus puissants car ce sont eux qui ont su le mieux profiter de la mondialisation financière et du passage à un financement des déficits budgétaires des pays de l'OCDE par des titres de la dette sur les marchés financiers. Ces institutions américaines ont commencé à investir sur le marché financier américain puis à l'étranger des montants sans précédent. Les actifs qu'elles gèrent aujourd'hui sont estimés à plus de 10 000 milliards de dollars. Attirer ces capitaux est devenu une préoccupation majeure d'économies cherchant à financer les entreprises et les déficits budgétaires par les marchés financiers. A mesure que la concurrence croît pour attirer les capitaux de ces fonds et que ces investisseurs entreprennent une internationalisation de leurs portefeuilles de placement, ils acquièrent une puissance sans précédent.

Le résultat de cette mondialisation financière est une interconnexion très étroite entre les systèmes monétaires et les marchés financiers nationaux qui n'ont pas disparu, mais qui sont désormais intégrés à un ensemble hiérarchisé. Les États-Unis dominent en raison de la place du dollar, du rôle des marchés boursiers et obligataires américains et l'absence d'autres puissances susceptibles de contester ce rôle. Pour autant la concurrence entre les marchés financiers nationaux, loin de disparaître, s'est au contraire renforcée.

Dans ce cadre d'analyse de la financiarisation mondiale, cette étude a pour objectif de permettre une meilleure compréhension des transformations qui affectent le marché financier français en mettant en relief le rôle des investisseurs américains.

*Trois questions se posent* concernant le processus en cours :

- Comment vont évoluer les investissements américains à l'étranger et quelle place l'Europe occupera-t-elle dans ces investissements ?
- Le lancement de la monnaie unique européenne que la Grande

Bretagne ne rejoindra pas en 1999 aura nécessairement des répercussions sur le rôle futur de chacun des marchés financiers. Quelle sera la position respective des places financières de Londres, Paris et Francfort ?

- *Enfin*, en ce qui concerne plus spécialement la France aujourd'hui, quel rôle jouent les investisseurs américains dans la transformation de la place financière de Paris et des entreprises françaises ?

Nous traiterons ces trois questions successivement au cours de cet article. Nous indiquerons dans un premier que la réponse à ces questions exige une méthodologie spécifique.

### MÉTHODOLOGIE DE L'ÉTUDE

De nombreux ouvrages et articles théoriques ont été consacrés aux transformations du marché financier français ces dix dernières années, mais aucun, à notre connaissance, n'a tenté d'étudier en profondeur la logique des investisseurs américains et de mesurer l'impact qu'ils pouvaient avoir à leur tour sur l'évolution présente et future du marché financier français. Pourtant, si les objectifs affichés de la place de Paris sont d'attirer, de satisfaire et donc de garder ces investisseurs, ce point semble essentiel. Pour cette raison une étude empirique était nécessaire.

109

L'approche présentée ici opte pour une analyse *ex ante* pour expliquer le comportement des investisseurs américains en France. De nombreuses théories financières offrent à l'investisseur américain des arguments pour diversifier et investir à l'étranger (Markowitz, 1952 ; Sharpe, 1970). Un certain nombre de tests empiriques (Odier, Solnik, 1993 ; Akdogan, 1993 ; Jacquillat, Solnik 1997 ; Solnik 1997) ont tenté de mesurer la supériorité d'un investissement à l'échelle internationale par rapport à un investissement domestique. Ils posent la question en termes d'allocation optimale des actifs et de diversification internationale de portefeuille. Pour autant ils n'expliquent pas nécessairement leur comportement d'investisseur. L'étude qui suit ne vise pas à déterminer le « combien » mais le « pourquoi » et le « comment » des investissements américains sur les marchés des capitaux européens ; elle est donc centrée sur des facteurs qualitatifs plutôt que quantitatifs. Ils sont difficilement mesurables, se prêtent mal à la construction d'un modèle, mais permettent d'éclairer la manière dont ces investisseurs perçoivent les questions de risque et de rentabilité, leurs préférences face à des options différentes de diversification internationale.

L'étude qualitative entreprise auprès des investisseurs institutionnels américains comporte trois phases :

La première phase, exploratoire, a permis de déterminer les principaux critères utilisés par ces investisseurs quand il s'agit de choisir un

marché financier par rapport à un autre. Il était en effet nécessaire de distinguer les éléments essentiels pouvant servir de comparaison entre Paris et Londres et d'en évaluer le poids.

La deuxième phase a consisté à mener une enquête auprès de 55 investisseurs professionnels américains. La structure du questionnaire adopte la technique de l'entonnoir en commençant par des questions plus générales pour aborder des questions de plus en plus précises. Grâce à vingt questions, trois thèmes sont étudiés :

- l'Europe et les perspectives de croissance des investissements américains sur les marchés des capitaux européens,
- la concurrence entre Londres et Paris,
- la place de Paris.

Parmi les 55 participants qui ont répondu, on retrouve cinq des dix premiers gérants américains sur les marchés internationaux des actions (Robert Ronus, Morgan Stanley, Rowe Price Fleming, Scudder Stevens and Clark, Batterymarch ) ainsi que le plus grand fonds de pension au monde (TIAA-CREF) et des banques ou institutions importantes (Chase Manhattan Bank, Citybank, Bankers Trust Co, SG Warburg & Co). Ces responsables ont non seulement accepté de répondre, mais ont souvent accompagné leurs réponses de commentaires détaillés montrant un intérêt certain pour les thèmes abordés. Le matériau ainsi recueilli s'avère donc particulièrement riche et significatif.

La troisième phase a consisté en une série d'entretiens individuels d'une durée moyenne de deux heures. Ils ont eu lieu aux Etats-Unis avec des professionnels et des responsables d'investissements internationaux familiarisés avec le marché financier français. Le but était d'approfondir les résultats des questionnaires afin d'affiner l'interprétation des réponses et de mieux comprendre les opinions et les motivations exprimées par les enquêtés.

Quelles sont les principales conclusions de cette étude ?

### *QUELLE PLACE POUR L'EUROPE DANS LES INVESTISSEMENTS AMÉRICAINS ?*

L'enquête montre que les investisseurs américains considèrent de façon massive (89 %) que la présence des capitaux sur les places financières en Europe va continuer à croître car même si les marchés dits émergents offrent souvent de meilleurs rendements, ils présentent plus de risques, comme la crise asiatique l'a brutalement prouvé. Les entretiens ont confirmé que les perspectives des marchés financiers européens semblent bonnes à leurs yeux.

Les principaux facteurs qui attirent les investissements américains sont la diversification du risque (78 %) et une meilleure rentabilité (53 %).

Les investissements américains en titres étrangers vont continuer à croître en général et une part croissante ira s'investir en Europe notamment en provenance des plus puissants investisseurs au monde, les fonds de pension. Les investisseurs américains adoptent un comportement relativement nouveau puisqu'ils continuent à acquérir des titres étrangers même quand les performances de Wall Street sont très bonnes. Le tableau 1 met en évidence le développement spectaculaire dans les années 90 des achats nets d'actions étrangères par les investisseurs américains, pour l'essentiel les investisseurs institutionnels. D'une moyenne annuelle de l'ordre de 3 milliards de dollars avant 1990, ils ont atteint 57 milliards de dollars pour la seule année 1996. Ainsi en 1995, alors que le rendement des actions américaines se chiffrait au taux impressionnant de 37 %, les achats d'actions à l'étranger ont dépassé les 50 milliards de dollars. Avant 1990, des performances de cet ordre sur le marché américain auraient donné le signal d'un rapatriement massif des capitaux ; tel n'est plus tout à fait le cas. Ce phénomène ne semble pas conjoncturel, mais devient une variable explicative du comportement des investisseurs américains. Le stock d'actions étrangères détenu par les investisseurs américains a atteint 559 milliards de dollars à la fin de l'année 1996, avec un taux de croissance cumulé de l'ordre de 25 % par an depuis 1990. Tout indique que ce mouvement d'internationalisation se poursuivra même si certains événements comme la crise asiatique peuvent provoquer à court terme des ventes importantes d'actions détenues par les investisseurs américains à l'étranger (4<sup>e</sup> trimestre 1997).

111

Par ailleurs, même en 1995 et 1996 où les investisseurs américains se sont davantage portés sur l'Asie alors que leur participation en Amérique Latine chutait brutalement en raison de la crise mexicaine de décembre 1994, leurs achats d'actions européennes ont sensiblement augmenté (tableau 2).

La crise financière en Asie nous fournit des raisons supplémentaires pour penser que les investissements américains en valeurs mobilières européennes connaîtront une augmentation. Les événements en Asie ont profondément affecté l'ensemble des marchés financiers mais plus particulièrement les marchés émergents (y compris l'Amérique Latine). Une partie des capitaux qui y étaient investis s'est déjà portée en Europe à la recherche de nouvelles possibilités d'investissements rentables et plus sûrs. La France et l'Allemagne espèrent que la nouvelle monnaie unique européenne, en éliminant le risque de change dans cet espace monétairement unifié, attirera davantage d'investissements.

*LONDRES, FRANCFORT OU PARIS ?*

Parmi les trois marchés proposés qui pourraient bénéficier de ces investissements, les personnes interrogées ont massivement cité Londres (85,5 %), puis Francfort (69 %) et enfin Paris (60 %). Ces chiffres indiquent la position dominante de Londres, mais en même temps ils semblent indiquer une vision non réductrice des marchés européens et des bénéfiques qui peuvent être tirés sur d'autres marchés que Londres.

*Londres occupe une place spéciale sur les marchés financiers*

C'est la place financière au monde où est coté le plus grand nombre de valeurs mobilières étrangères et le plus grand nombre d'entreprises étrangères. Londres attire une part de marché importante des places continentales, notamment de Paris. Pour de nombreuses raisons, historiques ou autres, tel que le volume des transactions ou le nombre de sociétés cotées (Tableau 3), Londres gardera sa position dominante, mais ne sera pas seule à bénéficier de l'augmentation des investissements américains. Francfort mais aussi Paris en profiteront. Conscientes de leurs faiblesses relatives, elles se hâtent de trouver des niches et cherchent à nouer des alliances qui leur permettront de survivre et de croître. Elles espèrent susciter, chez les acteurs les plus importants sur les marchés financiers internationaux, l'envie d'emprunter de nouvelles voies européennes.

112

La mise en place de la monnaie unique européenne sans la Grande Bretagne en 1999 aura nécessairement un impact sur le rôle futur de chacune des places. Cela explique pourquoi Londres, tout en n'adhérant pas à l'euro, ne veut pas être exclue des processus et mécanismes mis en place pour réaliser à l'échelle européenne des transactions en euros. Premier marché mondial pour les changes et les euro-obligations, Londres espère, au moins dans les opérations de change entre l'euro et les autres monnaies, garder une avance décisive. Elle espère profiter de la nouvelle situation créée par l'entrée en vigueur de la monnaie unique et préserver sa situation de centre financier international.

Les avis semblent très partagés (49/51) sur l'opportunité d'une monnaie unique européenne et son rôle positif pour les investisseurs. Mais parmi ceux qui pensent que le futur des marchés européens passe par une intégration européenne, une majorité importante (81 %) considère que la participation de Londres à ce processus est vitale.

Dans la comparaison entre Londres et Paris, la réponse apportée par les spécialistes américains montre que la prédominance de Londres apparaît indiscutable. Ils sont 91 % à considérer que « Londres conserve une place décisive vis à vis de ses concurrentes continentales ». Dans la

compétition, Londres garde des atouts majeurs par rapport à Paris sur plusieurs plans : la liquidité (82 %), la langue (71 %) et le professionnalisme (64 %).

### *Les spécificités du marché français*

Les investisseurs américains interrogés ont une opinion plutôt favorable de la profonde transformation qu'a connue le marché parisien. Ils sont 56 % à penser que les produits offerts et les techniques utilisées correspondent à leurs attentes.

Cependant ils formulent trois principaux reproches à la place de Paris :

En premier lieu, un manque de liquidité (tableau 4). On comprend l'importance de ce critère pour des investisseurs qui procèdent à des transactions sur des volumes aussi importants de titres et qui ne veulent entrer que sur des marchés dont ils peuvent se retirer à tout moment, pour n'importe quelle quantité, sans risque ni pénalité, le marché étant capable de fournir ou d'absorber ces quantités.

Ensuite, une qualité insuffisante des informations en ce qui concerne notamment les sociétés cotées (tableaux 5 et 6). Ce sont surtout les informations fournies par les sociétés elles-mêmes qui sont jugées insuffisantes. Le terme le plus souvent utilisé est « absence de transparence », qui renvoie aux lacunes en termes de recherches, études et publications sur les sociétés mais encore plus à la qualité des informations fournies par les entreprises elles-mêmes. Les exemples donnés concernent le retard dans la publication des comptes, les pratiques comptables hétérogènes pour des entreprises du même secteur, les changements de méthode au sein d'une même entreprise d'une année à l'autre sans le signaler et le manque de lisibilité des comptes.

Une dernière critique concerne le fonctionnement des entreprises françaises : un pouvoir trop grand du PDG sans réel contrôle de la part du conseil d'administration, l'existence de noyaux durs<sup>1</sup>, les participations croisées qui expliquent certaines solidarités entre les dirigeants d'entreprises différentes, l'existence de droits de vote doubles, tout un ensemble de points souvent regroupés sous le thème de gouvernement d'entreprise, même si celui-ci est loin de se limiter à ces seuls aspects. Un pourcentage important (61 % de l'échantillon investissant à Paris) considère que les droits des minoritaires ne sont pas suffisamment protégés (tableau 7). Lors des entretiens, le droit des actionnaires minoritaires, leur non respect, l'absence de regroupement réel de ces derniers et l'absence de recours, ont souvent été évoqués. Ont été aussi mentionnées les difficultés à exercer leur droit de vote qu'éprouvent les actionnaires étrangers. L'entretien abordait en conclusion la question du « corporate

gouvernance », des progrès ou non dans ce domaine, des véritables enjeux de ce débat.

L'ensemble de ces points pose la question de l'impact des investisseurs américains en France.

### *QUEL RÔLE JOUENT LES INVESTISSEURS AMÉRICAINS DANS LA TRANSFORMATION DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES ?*

La présence des investisseurs américains en France affecte tant les marchés financiers que les entreprises françaises elles-mêmes.

La place de Paris a connu des transformations radicales :

- la capitalisation boursière entre 86 et 96 a été multipliée par 4, et entre mai 1997 et mai 1998 elle a augmenté de + 56,3%,
- le volume des transactions sur le marché obligataire de Paris représente 40 % des transactions européennes,
- 35 à 40 % de la capitalisation boursière est entre les mains d'investisseurs non résidents,
- le tiers des sociétés de bourse ont un actionnaire majoritaire étranger ; il en est de même pour le tiers des membres du Matif.

Aujourd'hui les fonds de pensions et les Mutual funds jouent un rôle fondamental sur le marché financier français (tableau 8), leur présence dans les sociétés françaises atteint des niveaux très significatifs dans les entreprises du CAC 40 comme Total, Rhône Poulenc ou Elf-Aquitaine (Tableau 9) mais aussi dans certaines petites et moyennes entreprises de la Bourse de Paris à fort potentiel de développement comme Eramet (production de nickel), Vulcanic (régulation thermique) ou Groupe J-C Darmon (promotion sportive).

La présence de ces investisseurs et leur puissance n'a pas seulement influencé les produits financiers offerts sur la place de Paris et les procédures de règlement en cours, mais aussi le rôle, les stratégies des entreprises ainsi que leur gestion et leur gouvernance (Fanto, 1995). La majeure partie des bouleversements passés et en cours sont en grande partie les réponses que les pouvoirs publics et les milieux financiers apportent aux exigences de ces investisseurs. Les trois points suivants en donnent l'illustration :

- pour améliorer la liquidité et remédier à l'étroitesse de la place de Paris, ils ont proposé la création des fonds de pension,
- pour transformer les pratiques en cours dans les entreprises, ils ont favorisé le développement du gouvernement d'entreprise,
- pour concurrencer Londres et ne pas perdre du terrain, ils font le pari de l'euro à partir de janvier 1999,

C'est la montée en puissance des fonds de pension à l'échelle internationale, leur force sur les marchés financiers (5000 milliards de dollars d'actifs pour les seuls fonds de pension américains) et leurs exigences qui

expliquent que ces débats sont posés aujourd'hui en France. Les conséquences à terme sont un alignement sur les tendances et les pratiques en cours aux Etats-Unis et une révision du droit français des sociétés comme semble l'indiquer le rapport Marini.

### *La création de fonds de pension*

Face à l'insistance des milieux financiers qui les réclamaient de longue date, et malgré l'opposition de certains syndicats et courants politiques, le gouvernement Juppé a présenté et fait adopter par le parlement français en mars 1997 la loi dite « Thomas » instituant en France la création des fonds de pension (baptisés « fonds d'épargne retraite »). En dehors de l'argument démographique et de la nécessité d'organiser les retraites, deux arguments étaient avancés par le gouvernement pour justifier l'adoption de la loi : la nécessité d'augmenter la liquidité sur les marchés financiers et la volonté de renforcer le poids des investisseurs français sur les marchés des capitaux face aux investisseurs non résidents. Quant aux professionnels du marché financier français, ils réclamaient que les actifs de ces futurs fonds soient investis principalement en actions afin de dynamiser la Bourse de Paris où les fonds de pension anglo-saxons sont très présents.

La défaite du gouvernement Juppé lors des élections surprises de juin 1997, a reporté à plus tard l'application de la loi. Les milieux financiers continuent à réclamer leur création. Le gouvernement Jospin a fait part en décembre 1997 de son intention de soumettre une nouvelle loi sur la création des fonds de pension. Aux yeux de nombreux français, notamment parmi l'électorat de Jospin, ces fonds représentent une remise en cause du système de retraite tel qu'il existe en France. La loi Thomas ne sera pas conservée, mais on ne sait pas encore par quoi elle sera remplacée.

115

En attendant de trouver une solution au dossier des fonds de pension, les nouveaux contrats d'assurances-vie, surnommés DSK offrent un autre moyen de réorienter l'épargne vers le placement en actions. Ces fonds vont permettre aux souscripteurs de contrats d'assurance-vie investis pour moitié en actions et à hauteur de 5 % en titres non cotés ou du nouveau marché d'échapper à une surtaxe de 7,5 %.

### *Le gouvernement d'entreprise*

Il ne s'agit pas de revenir sur la manière dont le débat a été posé aux Etats-Unis, ni sur les exigences légales faites aux fonds de pension américains qui expliquent la démarche ou « l'activisme » dont ils ont fait preuve aux Etats-Unis et maintenant dans les entreprises étrangères

dont ils détiennent des actions, mais il convient de noter que la question n'a été soulevée en France qu'en raison de la présence croissante de ces investisseurs et de la volonté de les satisfaire : « la meilleure preuve de l'activisme à l'étranger des investisseurs institutionnels américains est que toute une industrie a surgi pour aider ces investisseurs à comprendre et à participer au gouvernement d'entreprise à l'étranger » (Fanto, 1995).

Quelle a été la réponse de la place de Paris ? C'est d'abord le rapport Viénot (1995) en juillet 1995 et c'est ensuite le rapport Marini en septembre 1996. Le premier concernait le fonctionnement des sociétés, le second le droit des sociétés.

Les recommandations du rapport Viénot portent sur les missions et les attributions du conseil d'administration, sa composition et son fonctionnement. Le rapport n'apporte pas de bouleversement majeur à la conception française des conseils d'administration, il recommande cependant que la composition des conseils évolue pour accueillir des administrateurs indépendants dont la présence est depuis longtemps souhaitée par les investisseurs institutionnels étrangers. L'une des principales recommandations du rapport est la création de comités d'audit. Mais rien n'a été prévu en ce qui concerne la mise en œuvre des recommandations de ce rapport qui ne souhaite surtout pas apparaître comme un cadre contraignant pour les entreprises peu réceptives à ces questions<sup>2</sup>. Le rapport ne reprend pas la position de la Bourse de Londres qui a imposé, à toutes les sociétés qui souhaitent être cotées, l'obligation de déclarer si oui ou non elles respectent le code Cadbury.

Plusieurs études publiées en octobre-novembre 1996 et à l'automne 1997<sup>3</sup> montrent qu'il est difficile de tirer un bilan de l'application du rapport Viénot, la réalité étant souvent complexe. Certaines mesures adoptées dans l'organisation du conseil d'administration semblent parfois relever de transformations cosmétiques<sup>4</sup>, d'autres correspondent plus en profondeur à des évolutions liées aux exigences des fonds de pension en tant qu'actionnaires. Les points où les changements semblent les plus faibles mais qui revêtent une grande importance aux yeux des fonds de pension restent la rémunération des grands dirigeants, la limitation du nombre de mandats et le droit de vote double.

Cependant la France semble bien être sur la voie d'adopter progressivement des règles de fonctionnement du capitalisme anglo-saxon et de faire le ménage de certaines pratiques qui peuvent, aux yeux d'actionnaires puissants, entraver la compétitivité des entreprises françaises sur les marchés financiers.

Le débat sur ces questions prend de plus en plus d'ampleur ; l'abondance de la littérature publiée à ce sujet en est la preuve<sup>5</sup>. Ce processus trouve son prolongement dans une modification du cadre économique,

juridique et législatif français. Le rapport du sénateur Marini sur la modernisation du droit des sociétés, rendu public en septembre 1996, montre bien que l'évolution touche le concept même de la firme. Dans le propos liminaire, pour justifier les modifications proposées à la loi de juillet 1966, le sénateur Marini constate : « le droit français des sociétés a toujours hésité entre l'approche contractuelle, d'inspiration anglo-saxonne et la conception institutionnelle qui caractérise le droit germanique. C'est cette dernière qui sous-tend, pour l'essentiel, la loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés. Aujourd'hui les impératifs de l'ouverture internationale semblent appeler une remise en cause de ce modèle ».

Un débat important se profile là : il concerne la notion d'intérêt social ou de primauté exclusive de l'intérêt des actionnaires dans la conception de la société anonyme et dans les choix qu'elle opère.

La volonté de satisfaire les actionnaires explique aussi que certaines grandes entreprises françaises réclament de pouvoir réduire leur capital en rachetant leurs propres actions. La loi portant diverses dispositions d'ordre économique et financier (DDOEF) répond à cette attente : elle permettra aux entreprises cotées, à l'instar de ce qui se fait déjà aux Etats-Unis<sup>6</sup>, d'intervenir et de racheter leurs propres actions. Ce mécanisme permet de distribuer des liquidités excédentaires aux actionnaires dans la limite de 10 % du capital avec un avantage fiscal par rapport à la technique du dividende.

117

### *L'influence de l'euro sur les marchés financiers européens*

La volonté de renforcer la dimension internationale de la place de Paris et d'attirer les capitaux étrangers expliquent en partie pourquoi les dirigeants français ont fait le pari de l'euro. La mise en place de la monnaie unique contribue à aiguïser la concurrence que se livrent les différentes places financières européennes et donne lieu à des bouleversements rapides et brutaux dans leurs positions respectives. Chacune organise sa défense et sa stratégie d'attaque.

Ainsi, avec la cotation des marchés des actions et des obligations en euro dès le 4 janvier 1999, les autorités françaises espèrent que Paris sera la seule place financière européenne à proposer un système de cotation continu en euro. Le Trésor public a décidé de convertir en euros la totalité de l'encours de sa dette en janvier 1999. Cela ne devrait pas remettre en cause la prédominance de Londres mais permettra à Paris de mettre en valeur les atouts de son marché de la dette publique. Le marché des OAT est, après celui des Treasury bonds américains, le plus liquide et le plus sophistiqué du monde : l'Etat a créé une gamme complète de titres et Paris espère qu'ils pourraient, en l'absence de la participation de Londres à la monnaie unique, devenir la référence du marché de taux en euro.

Paris a par ailleurs signé avec Zurich et Francfort le 9 février 1998 un accord de coopération. Quatre nouveaux indices boursiers européens ont été élaborés par la société américaine Dow Jones : deux indices larges et deux indices plus étroits. Ces derniers, les plus importants, sont d'une part le Dow Jones Stoxx 50 composé de 50 valeurs de l'Europe entière et d'autre part le Dow Jones Euro Stoxx 50 qui regroupera 50 valeurs de la future zone euro.

L'unification du marché européen va aussi accroître la compétition entre les principaux marchés à terme européens : le LIFFE à Londres, le MATIF à Paris et le DTB à Francfort. Les marchés à terme allemand et suisse ont fusionné au sein d'Eurex. Le Matif devrait les rejoindre au sein d'Euro Alliance. La première réalisation d'Euro Alliance serait le lancement d'options et de contrats à terme sur les nouveaux indices Dow Jones, Euro Stoxx 50 et Dow Jones Stoxx 50. Ces produits seraient négociés simultanément à Paris, Francfort et Zurich.

La bataille qui se déroule entre le LIFFE et le DTB sur les marchés dérivés amène à se poser la question, non pas de la suprématie de Londres sur les places continentales, mais du nouveau partage et de la pression qui sera exercée sur chacune des places avec la mise en place de l'euro. Pour la première fois, l'Allemagne a réussi à dominer le marché des transactions des futures sur les obligations d'Etat allemandes à 10 ans. En un an sa part de marché est passée de 34 à 60 % du total, largement au détriment du LIFFE. Mais le succès rapide et récent du DTB, qu'il convient d'étudier sur le long terme, ne se fait pas qu'au détriment du LIFFE. La baisse rapide du volume des transactions qu'a connue le MATIF à partir de la deuxième semaine d'avril 1998 au profit de Francfort a été si brutale qu'elle a désorienté plus d'un intervenant sur le marché, amenant certains à prôner un renversement d'alliance avec Londres.

La disparition prochaine de onze monnaies nationales au profit de l'euro va obligatoirement concentrer les rivalités entre les différentes places financières européennes autour d'un nombre de produits beaucoup plus restreint, ce qui ne manquera pas de donner lieu à des luttes plus intenses. L'accord surprise conclu en juillet 1998 entre le London Stock Exchange et la Deutsche Börse afin de connecter leurs deux marchés à partir du 4 janvier 1999 et de jeter les bases d'un marché boursier unique européen est une parfaite illustration de la période à venir. Dans ce cadre, les investisseurs institutionnels anglo-saxons en raison de leur puissance financière et en fonction des choix arbitreront de manière cruciale l'avenir des différentes places.

Personne n'est en mesure aujourd'hui d'affirmer quel sera le paysage financier européen dans l'année ou deux à venir et c'est bien là l'élément nouveau. Cette incertitude ne pourra qu'accentuer le rôle déterminant

des investisseurs non résidents dans l'évolution du marché financier français et les règles de fonctionnement du capitalisme français.

*DISCUSSION, CONCLUSION ET PERSPECTIVES  
DE RECHERCHE*

L'objectif de départ de cette recherche était d'étudier et comprendre les mécanismes de transformation en œuvre sur le marché financier français en mettant en lumière le rôle des investisseurs américains. Ceux-ci sont aujourd'hui les acteurs les plus puissants et les plus exigeants parmi les investisseurs non résidents.

Il y a encore quelques années, certaines questions qui suscitent aujourd'hui en France des débats passionnés ne se posaient même pas. Les marchés financiers n'occupaient pas la même place qu'aujourd'hui, le concept de gouvernement d'entreprise, les questions relatives à la qualité de l'information diffusée par les entreprises, les droits des actionnaires minoritaires, ne faisaient guère l'objet de discussions. La création de fonds de pension n'était pas encore proposée.

Aujourd'hui ces questions font l'objet en France d'un débat dont l'ampleur ne cesse de croître et commencent à recevoir des réponses y compris sous la forme de modifications du cadre économique, juridique et législatif français.

L'enquête et les recherches ont apporté des résultats significatifs permettant de mieux comprendre le comportement des investisseurs et l'évolution des marchés. Mais cette étude s'est volontairement centrée sur ces questions et a donc des limites.

Ainsi la globalisation financière n'a pas été étudiée dans toutes les implications qu'elle peut avoir tant au niveau du fonctionnement de l'économie que des entreprises. Il convient d'en mentionner quelques unes :

- Les exigences accrues des investisseurs notamment américains pèsent sur les choix des entreprises dont ils sont actionnaires. Quelles en sont les conséquences en termes de stratégies d'investissement, de recentrage des activités, d'emploi et de salaires ?
- La globalisation financière impose de nouvelles contraintes. Quelle est dans ce cadre là l'efficacité des instruments traditionnels utilisés par les pouvoirs publics ?

Il est nécessaire de prolonger ces recherches en étudiant comment l'évolution des marchés financiers affecte l'ensemble des orientations macro-économiques. Car les choix opérés sur les marchés financiers renvoient en réalité à des choix de politique économique par les conséquences qu'ils ont sur l'ensemble de la société et son évolution. La réflexion sur cet aspect là doit se poursuivre.

### Tableau n° 1

#### Achats nets par les investisseurs US d'actions étrangères

en milliards de dollars

	Achats nets d'actions étrangères
1984 à 1989 moyenne annuelle	3,2
1990 à 1992 moyenne annuelle	24,4
1993	63,3
1994	47
1995	50,3
1996	57,1

Source : Securities Industry Association.

### Tableau n° 2

#### Achats nets d'actions étrangères par les investisseurs américains

en milliards de dollars

	91	92	93	94	95	96
EUROPE :	14,70	17,91	26,63	16,25	21,97	31,11
Union Européenne	13,17	14,54	22,26	13,07	19,77	26,70
France	1,56	0,494	2,05	2,09	1,46	4,8
Grande-Bretagne	8,30	11,33	11,18	6,27	10,03	15,84

Source : US Treasury

### Tableau n° 3

	Capitalisation En milliards de \$ fin 1997	Capitalisation En milliards de \$ mai 1998	% mai 98/ déc 97	% mai 98/ mai 97	Nombre de sociétés cotées mai 1998
NYSE	8 879,63	9 945,90	+12,0%	+31,2%	2653
TOKYO	2 160,58	2 121,00	+1,7%	-29,9%	1870
LONDON	1 996,23	2 252,84	8,9%	23,7%	2967
ALLEMAGNE	825,23	1 076,34	30,4%	44,2%	3287
PARIS	676,31	908,20	34,7%	56,3%	860

Source : FIBV, Mai 1998.

### Tableau n° 4

#### Liquidité du marché français

Non réponse	10 %
Satisfaisante	35 %
Insuffisante	55 %

**Tableau n° 5**  
**L'information fournie est-elle adéquate ?**

Non réponse	7 %
Oui	38 %
Non	55 %

**Tableau n° 6**  
**Dans quel domaine, si toutefois tel est le cas, l'information est-elle insuffisante ?**

Recherches, études et publications sur les sociétés	36 %
Informations fournies par les sociétés aux investisseurs	52 %
Procédures du marché	13 %
Pratiques comptables et différences entre la France et les autres pays	51 %

**Tableau n° 7**  
**Les droits des actionnaires minoritaires sont-ils correctement protégés ?**

Non réponse	26 %
Oui	13 %
Non	61 %

121

**Tableau n° 8**  
**Les dix grands fonds anglo-saxons présents à la Bourse de Paris**

Rang	Société	en milliards de francs
1	Franklin Templeton	21
2	Fidelity	20,7
3	Capital Research	13,5
4	Calpers	7,5
5	Janus	5,5
6	T-Rowe Price	4,5
7	College Retirement Equity Fund	3,44
8	Grantham	3,4
9	Harbor	3
10	Batterymarch	3

Source : Dealer's, Le Nouvel Economiste 16/01/98.

**Tableau 9**  
**Part du capital détenue par les non-résidents au 31/12/1997 dans**  
**les sociétés du CAC 40\***

Accor	48,2 % (institutionnels), dont Grande Bretagne 24 %, Etats-Unis 9,6 %, divers Europe 9,6 %
AGF	Avant OPA D'Allianz (51%) : GB 14 %, Suisse 11,5 %, Etats-Unis 11,7 %, Allemagne 9,5 %
Air Liquide	Estimée à 27 % dont Grande Bretagne 6 %, Suisse 5 %, Allemagne 3,9 %, Etats-Unis 3,5 %
Alcatel	Un peu moins de 50 %, dont 10 % Fidelity (Etats-Unis)
Axa	38 % dont Grande Bretagne 16 %, Etats-Unis 10 %, Allemagne 5 %, Suisse 2 %
Bic	Environ 40 % (essentiellement des anglo-saxons)
BNP	Estimée à 40 %
Canal +	41%, dont Pays-Bas 15 %, Grande-Bretagne 14 %, Etats-Unis 5 %
Cap Gemini	Estimée à 42 %, des anglo-saxons aux deux tiers
Carrefour	25 à 30 %, dont groupe March (Espagne) 5,14 %
CCF	41,9 %, dont 32,5 % d'institutionnels
Danone	40 % d'institutionnels étrangers
Dexia France	Estimée à 52 %
Elf Aquitaine	56 % d'europeens (dont français), 26 % Etats-Unis et Japon
Eridania Béghin	Groupe Montedison (Italie) 50,4 %, Grande-Bretagne 15,6 %, Etats-Unis 10 %
France Télécom	Environ 7,5 % d'institutionnels, anglo-saxons pour l'essentiel
Lafarge	38 % (fonds de pension anglo-saxons pour l'essentiel)
Lagardère	La société refuse de communiquer sur ce sujet
Legrand	21 % au total
L'Oréal	Près de 17 %
LVMH	18 % au total
Michelin	40 % (anglo-saxon pour l'essentiel)
Paribas	Estimée entre 40 et 45 %
Peugeot	41 % dont 30 % d'anglo-saxons (Etats-Unis et Grande-Bretagne)
Pinault-Printemps	Redoute 23,3 % dont Etats-Unis 4,2 %, Grande-Bretagne 7,6 %, Suisse 4,8 %, Allemagne 4,5 %
Promodès	Non déterminée, excepté 4 % de Banco Bilbao
Renault	30 % dont Templeton (Grande Bretagne) 4,96 %
Rhône-Poulenc	51,6 % dont Etats-Unis 30%, Grande-Bretagne 13 %
Saint-Gobain	34 % dont Grande-Bretagne 12,4 %, Etats-Unis 8 %, Suisse 3,4 %, Allemagne 1,9 %
Sanofi	entre 20 et 25 %
Schneider	38 % dont Grande Bretagne 14 %, Etats-Unis 12 %, divers Europe 10 %
Société Générale	46 % dont Commercial Union (Grande-Bretagne) 3 à 5 % et Meiji Life(japon) 3 à 5 %
Sodexo Alliance	Environ 21 % dont Grande-Bretagne 7 %, Suisse 5 %, Etats-Unis 3 %, Luxembourg 2 %
STMicroelectronics	55 % dont Italie 34,5 %
Suez-Lyonnaise	40 % dont Belgique 11 %, Etats-Unis 10 %, Grande-Bretagne 10 %
Thomson-CSF	environ 14 % dont Grande-Bretagne 5,7 %, Etats-Unis 4,8 %
Total	47 à 49 % dont Etats-Unis 25 %, Grande-Bretagne 15 %
Usinor	47 % dont Grande-Bretagne 17 %, Etats-Unis 16 %, reste de l'Europe 13 %
Valco	40 % dont Etats-Unis et Grande-Bretagne 28 %, Robert Bosch (Allemagne) 2 %
Vivendi	42,15 % (43 % au 15/05/1998)

Source : Le Journal des Finances, semaine du 27 juin 1998

\* Remarque : il convient d'interpréter ces chiffres avec précaution ; en effet l'estimation de la part des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises françaises est très difficile tant en raison du secret qui entoure ce type d'informations, qu'en fonction des indicateurs retenus ou des méthodes statistiques utilisées. Toutefois, quelles que soient les estimations étudiées, elles indiquent toutes une tendance à la forte progression des investissements étrangers dans les entreprises françaises au cours de la période récente.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AKDOGAN H. (1995), *The Integration of International Capital Markets : Theory and Empirical Evidence*, Edward Elgar Publishing Limited, London.
- AKDOGAN H. (1996), « A Suggested Approach to Country Selection in International Portfolio Diversification », *The Journal of Portfolio Management*, 33-39.
- BANCEL F. (1997), *La Gouvernance des Entreprises*, Economica, Paris.
- BOURRETTE R, BOULIER J-F & DANESI V (1996), « Allocation stratégique et tactique d'actifs : présentation d'une méthode simple », *Banque & Marchés* n° 25, 5-10.
- CHARREAUX G. (1997), *Le Gouvernement des Entreprises, corporate governance, théories et faits*, Economica, Paris.
- FANTO JAMES A. (1995), « The transformation of French corporate governance and United States Institutional investors », *Brooklyn Journal of International Law*, Volume XXI, number 1, 1-77.
- FARNETTI R. (1996), « Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée » in *La mondialisation financière*, Syros, Paris.
- JACQUILLAT B, SOLNIK B. (1997), *Marchés Financiers*, Dunod, Paris.
- KHAN R, ROULET J & TAJBAKHSH S. (1996), « Three Steps to Global Asset Allocation », *The Journal of Portfolio Management*, 23-31.
- L'HELIAS S. (1997), *Le retour de l'actionnaire, pratiques du corporate governance en France, aux Etats-Unis et en Grande Bretagne*, Gualino éditeur, Paris.
- MARKOWITZ (1952), « Portfolio Selection », *Journal of finance*, vol 7, 77-91.
- MICHAUD R, BERGSTROM G, FRASHURE R. & WOLAHAN B. (1996), « Twenty years of international equity investing », *The Journal Of Portfolio Management*, 9- 22.
- MORIN F (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs : le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Economique*, n° 6, 1253-1268.
- NGUYEN K, RICARTE P (1997), « Les places financières de Paris et de Londres dans la perspective de l'Union économique et monétaire », *Problèmes économiques* n° 2.504, 15-23.
- ODIER P, SOLNIK B. (1993), « Lessons for International Asset Allocation », *Financial Analysts Journal* March-April 1993, 63-77.
- SHARPE W.P. (1970), *Portofolio Theory and Capital Markets*, McGraw-Hill, New York.
- SMITH M. (1996), « Shareholder Activism by institutional Investors : Evidence from CalPERS », *The Journal of Finance*, Vol. LI, n°1, 227-252.
- SOLNIK B. (1997), *International market correlation and volatility*, Cahier de Recherche HEC, Paris.
- VALUET J-P (1996), « Fonds de pension américains : incidences de leur politique d'actionnariat sur les sociétés françaises », *Bulletin Joly*, 5-12.
- VIENOT M. (1995), *Le conseil d'administration des sociétés cotées, rapport du comité conjoint CNPF et AFEP*.
- VOUCHOT WARD HOWELL (1996), *Corporate governance, le système français*, Paris.

## NOTES

1. Voir aussi l'article de JAMES A. FANTO (1995), p. 59 : « In practice, the Minister has used the stable shareholder structure to ensure that a controlling block of the capital (and voting rights) of a privatized company are put in the hands of a relatively small group of other companies, particularly financial institutions » et p. 63 : « The purpose of the stable shareholder structure could be a management entrenchement device ».

Selon le Dr ANDREW M. CLEARFIELD, Vice Président de TIAA-CREF, le fonds de pension des enseignants américains, « Il n'y a pas de raison logique pour laquelle ELF soit dans le noyau dur de Renault. Ces considérations politiques dans la constitution des noyaux durs sont regrettables. »

2. Selon une étude publiée par le groupe belge Déminor en octobre 1997 sur le gouvernement d'entreprise en Europe, seules 20 % des entreprises françaises appliquent les recommandations du rapport VIENOT.

3. Global Advisor, Déminor, Vuchot Ward Howell.
4. Par exemple l'annonce de l'introduction au sein des conseils d'administrateurs dits indépendants et la mise en place de comités spécifiques dont bien souvent ni la composition, ni les moyens mis à sa disposition ne sont dévoilés.
5. Pour plus de références sur ce sujet, voir CHARREAUX GÉRARD (1997), L'HÉLIAS SOPHIE (1997), BANCEL FRANK (1997).
6. Les entreprises américaines ont largement recours au rachat de leurs actions : en 1996, ces opérations ont représenté environ 180 milliards de dollars.